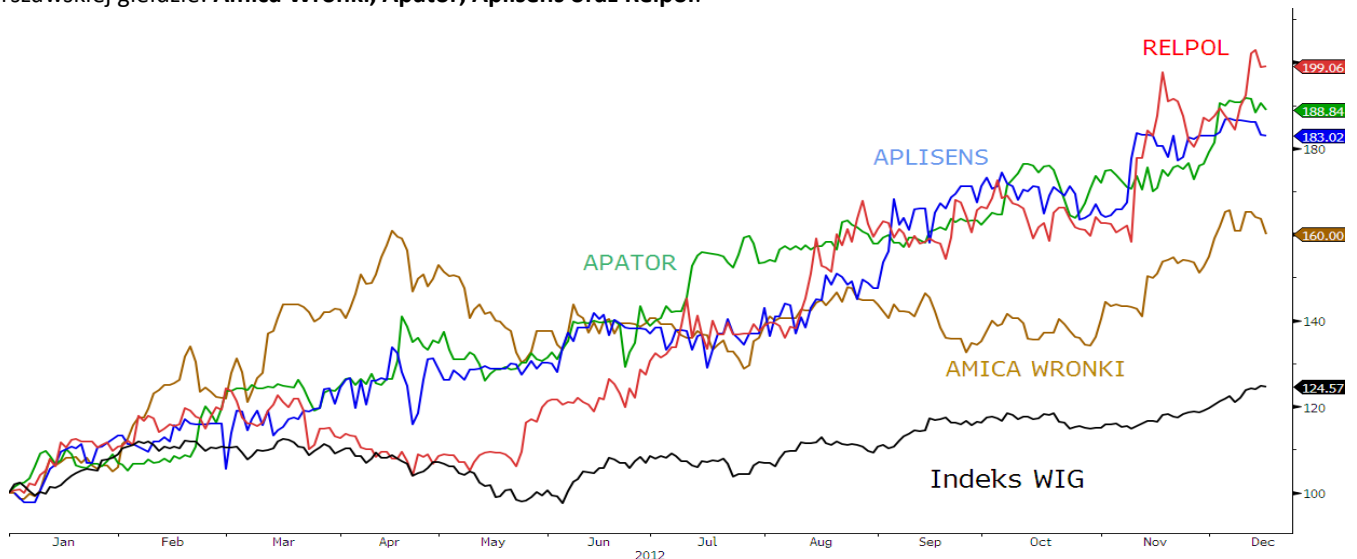


Sektor elektromaszynowy – liderzy

Spółki wchodzące w skład sektora elektromaszynowego osiągnęły średnią stopę zwrotu na poziomie 43,5%, czyli najwyższą wśród sektorów obecnych na GPW. Pokazuje to panujący pozytywny sentyment inwestorów do spółek znajdujących się w sektorze elektromaszynowym. Wzrost kursów podparty jest osiąganiem rosnących wyników finansowych oraz odpornością tych spółek na obserwowane obecnie spowolnienie gospodarcze.

W niniejszym opracowaniu przedstawiamy Państwu 4 spółki będące liderami branż z sektora przemysłu elektromaszynowego na warszawskiej giełdzie: **Amica Wronki, Aparator, Aplisens oraz Relpol**.



wykres wystandaryzowany od początku 2012 r. (początek = 100), źródło: Bloomberg

Spółki, na które zwróciliśmy uwagę, posiadały zdecydowanie wyższą stopę zwrotu (od 60% do 93%) zarówno od średniej dla sektora (+43,5%), jak i od całego indeksu WIG (+8%). Wybrani przez nas liderzy, poza cechami wspólnymi dla całego sektora (poprawa wyników finansowych i odporność na złą koniunkturę), posiadają następujące, korzystne charakterystyki:

- rosnący eksport oraz duża ekspozycja na rynki wschodnie (w szczególności na rynek rosyjski);
- generowanie silnych przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej;
- wysoka płynność oraz niskie zadłużenie;
- atrakcyjna wartość wskaźnika P/E;
- realizacja inwestycji pozwalających na dalszy rozwój biznesu;
- sukcesywne wprowadzanie nowych produktów;
- znaczący (pow. 10%) udział członków władz spółek w akcjonariacie.

Uważamy, że wymienione powyżej cechy będą w dalszym ciągu korzystnie wpływać na rozwój wybranych przez nas liderów branży, co przełoży się na utrzymanie trendu poprawy wyników oraz dalszego wzrostu wyceny akcji tych spółek na GPW.

Wskaźnik	Amica	Aparator	Aplisens	Relpol	sektor elektromaszynowy	średnia dla WIGu
C/WK	1,0	3,6	1,8	1,3	1,2	1,3
C/Z	4,5	10,3	13,7	8,1	13,4	19,0
EV/EBITDA	6,2	11,3	7,3	4,8	8,2	12,5
ROE	24,5%	29,5%	14,2%	18,1%	9,4%	7,6%
dług/aktywa	15,6%	17,5%	0,1%	2,8%	13,9%	20,1%
dług netto/EBITDA	-	0,5	-1,1	0,0	1,3	4,2
Stopa dywidendy	-	3,6	1,8	2,3	4,8	6,2
zwrot 1M	6,0%	9,1%	1,4%	6,1%	1,5%	3,3%
zwrot YTD	60,0%	80,8%	85,4%	92,8%	43,5%	7,7%
Kapitalizacja (mln PLN)	398,1	1 065,7	180,8	84,7	323,2	1 569,0

Cena bieżąca **52,00 PLN**

Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	53,30/30,38
Beta (vs WIG)	0,91
Liczba akcji (mln)	7,77
Kapitalizacja (mln PLN)	396,53
Free float (%)	37,33
Mediana obrotu za 6 miesięcy (tys PLN)	59,75

Akcjonariat (% głosów na WZA)

Holding Wronki SA	57,02
Noble TFI	5,47
ING OFE	5,21
Querrcus TFI	5,05

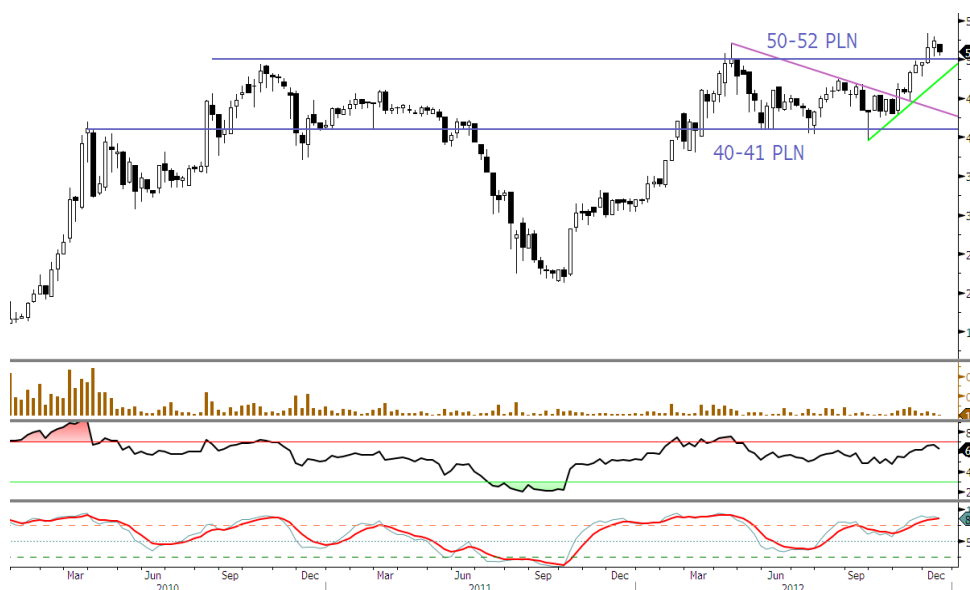
Profil spółki

Amica Wronki jest największym polskim producentem tzw. dużego AGD – jest to głównie sprzęt grzejny czyli kuchnie oraz piekarniki. Równocześnie grupa jest jednym z największych dostawców sprzętu AGD w naszym kraju –pralki, lodówki, zmywarki oraz mikrofalówki spółka sprowadza z Chin oraz Turcji.

Analitik

Michał Krajczewski
+48 691 444 853
michal.krajczewski@raiffeisen.pl

Analiza techniczna



źródło: Bloomberg

Mocne strony/szanse

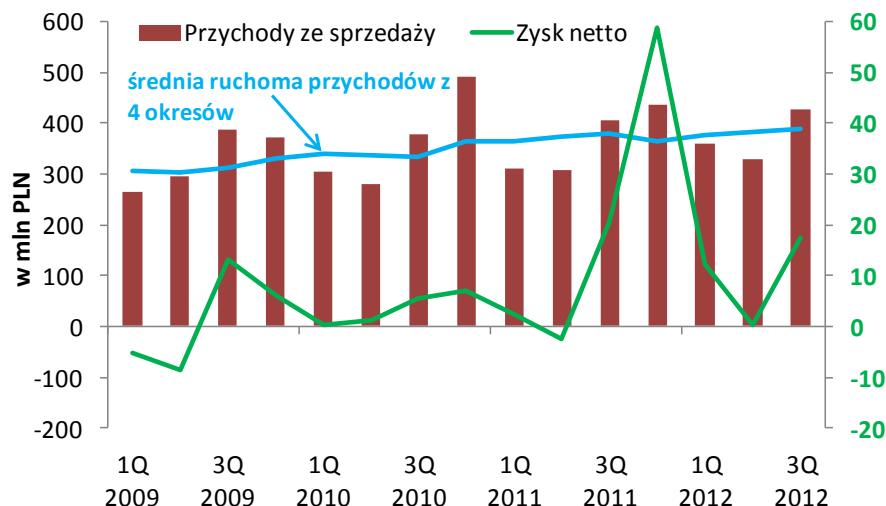
- Lider rynku sprzętu do gotowania w Polsce – w 2011 r. udział Amiki w sprzedaży w Polsce wyniósł 33,6%.
- Segment sprzętu kuchennego do zabudowy notuje w Polsce najszybsze wzrosty sprzedaży: + 19% wobec +5,7% tempa notowanego przez cały rynek dużego AGD w 1 półroczu br.
- Zwiększanie mocy produkcyjnych fabryki kuchenek we Wronkach z 970 tys. w 2011 r. do 1,1 mln sztuk w 2012 r., w 2013 r. planowany jest drugi etap tej inwestycji (za ok. 40 mln PLN), który zwiększyć ma możliwości produkcyjne do ok. 1,25 mln sztuk.
- Ekspansja na rynkach zagranicznych: wejście na rynek w Ukrainie i we Włoszech, rozbudowa sieci sprzedaży we Francji, wprowadzanie nowych linii produktowych w Rosji.
- Spółka może być celem potencjalnego przejęcia: wraz z poszukiwaniem inwestora dla Zelmera pojawiły się także spekulacje o możliwym zainteresowaniu przejęciem Amiki, na razie jednak prezes i główny akcjonariusz spółki nie jest zainteresowany transakcją, przy ewentualnym przejęciu konieczne byłoby więc zaoferowanie dużej premii.
- Obecna kampania marketingowa (z udziałem Agnieszki Radwańskiej) ma na celu poprawę pozycjonowania marki.
- Regularne obniżanie zadłużenia – w ciągu ostatnich 12 miesięcy spadło ono o ponad 14 mln PLN (-12%), co wpłynęło na poprawę płynności spółki.
- Od 2013 r. Amica stosować będzie pełne zabezpieczenie kursowe, co wyeliminować ma ryzyko walutowe.

Słabe strony/zagrożenia

- Spółka zależna od koniunktury gospodarczej.
- Słabsze tempo rozwoju i osiągnięte marże w segmencie małego AGD.
- Przejściowe problemy na rynku niemieckim związane z upadkiem Neckermana - tamtejszego dystrybutora Amiki.
- Wpływ wahań kursu walutowego (90% importu pochodzi z Chin) na tegoroczny wynik finansowy.
- Przejściowe zwiększenie kosztów związane z ekspansją na nowe rynki.
- Wstrzymanie programu skupu akcji własnych ze względu na inwestycje, brak dywidendy do co najmniej 2014 r.

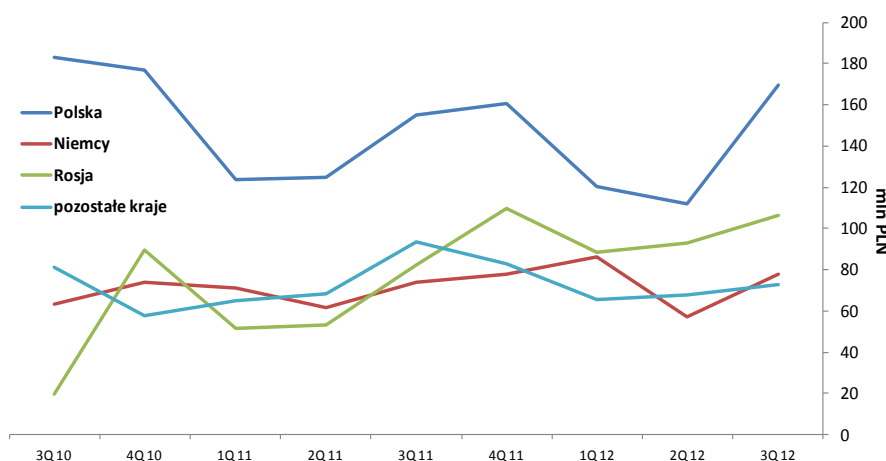
Po silnej korekcie w połowie 2011 r., cena akcji Amiki Wronki wróciła w kierunku kilkuletniego szczytu, który tworzył opór w rejonie 50-52 PLN. Następnie w połowie br. kurs znajdował się w szerokiej konsolidacji. Wsparcie w obszarze 40-41 PLN zostało jednak utrzymane, a fala wzrostowa z ostatnich tygodni zdołała przebić się ponad opór na 50 PLN. W dłuższym terminie wzrost ponad 52 PLN otwiera drogę do wzrostów w kierunku historycznego maksimum na 70 PLN.

Wyniki finansowe



Na wyniki osiągane przez Amikę Wronki wpływa istnienie znacznej sezonowości w sprzedaży sprzętu AGD – najlepszą w tej branży jest druga połowa roku. W 3 kwartale br. sprzedaż w ujęciu rok do roku wzrosła o nieco ponad 5%, jednakże spółka zdecydowanie poprawiła osiągnięte marże, m.in. dzięki wzrostowi eksportu na rynki wschodnie oraz zakupowi towarów (m.in. pralki, kuchenki) od producentów tureckich oraz chińskich zamiast od Samsunga. Co istotne, spółka generuje także pozytywny cash flow z działalności operacyjnej, co pozwala na finansowanie inwestycji oraz redukcję zadłużenia. W perspektywie 4 kwartału br. warto zwrócić uwagę na jednorazowe zwiększenie o 45,6 mln PLN zysku netto osiągniętego przez spółkę w 4Q 2011 r., które spowodowane było utworzeniem aktywa na podatek odroczony w związku z ujawnieniem wartości znaku towarowego Amika.

Struktura sprzedaży - rozwój eksportu



Analizując poszczególne segmenty geograficzne, po trzech kwartałach br. udział sprzedaży do Polski wynosi 36%, eksport do Rosji to ponad 25%, a rynek niemiecki odpowiada za niecałe 20% obrotów. Równocześnie widzimy stabilny trend zwiększania udziału sprzedaży do Rosji (+54% r/r po trzech kwartałach), która jest najdynamiczniej rozwijającym się rynkiem, wśród których operuje Amika. W okresie od stycznia do sierpnia br. udział sprzedaży Amiki w segmencie kuchni wolnostojących wzrósł w Rosji z 13% do 16%

Analiza porównawcza

	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA		P/E	
		2012 P	2013 P	2012 P	2013 P
Dyskonto/Premia wobec sektora	-	-16,8%	0,0%	-39,8%	-15,7%
Mediana	6 461,2	6,5	5,6	14,3	10,9
Amica Wronki	396,5	5,4	5,6	8,6	9,2
Electrolux AB	25 513,7	7,6	6,4	15,2	11,6
Whirlpool Corporation	24 237,1	6,5	5,1	14,3	10,9
Arcelik AS	12 725,6	9,0	7,8	11,7	10,2
SEB SA	11 807,8	7,6	7,2	13,2	12,1
De'Longhi SpA	6 461,2	8,1	7,0	13,9	11,5
Indesit Company SpA	2 677,9	5,1	4,6	14,8	10,6
Gorenje	254,0	5,7	5,1	37,2	6,8
Elica SpA	256,6	5,0	4,5	15,2	12,4

Źródło: Bloomberg

Zestawiając prognozowane dla Amiki Wronki wskaźniki EV/EBITDA oraz P/E widzimy, iż spółka jest znacząco niedowartościowana względem ceny do zysku – na rok 2012 dyskonto względem spółek porównywalnych wynosi 40%, na rok 2013 jest to prawie 16%. Nieco mniejsze dyskonto notujemy na wskaźniku EV/EBITDA – na rok obecny jest to niecałe 17%, podczas gdy w przyszłym roku wartość ta jest identyczna do mediany EV/EBITDA spółek porównywalnych.

Cena bieżąca **32,20 PLN**

Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	32,69/16,66
Beta (vs WIG)	0,66
Liczba akcji (mln)	33,11
Kapitalizacja (mln PLN)	1 065,71
Free float (%)	49,46
Mediana obrotu za 6 miesięcy (tys PLN)	146,41

Akcjonariat (% głosów na WZA)

Mariusz Lewicki	9,80
Tadeusz Sosgórnik	8,65
Danuta Guzowska	7,77
Zbigniew Jaworski	6,40
Apator-Mining sp. z o.o.	6,38
Janusz Marzygliński	6,21
Aviva OFE	5,15
Janusz Niedźwiecki	3,07

Profil spółki

Apator działa w branży przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (w skrócie AKPIA). Spółka produkuje „inteligentne” liczniki energii, gazomierze, wodomierze oraz ciepłomierze – oferta obejmuje zarówno hardware jak i software wchodzący w skład zintegrowanych systemów „smart metering” i „smart grids”.

Analityk

Michał Krajczewski
+48 691 444 853
michal.krajczewski@raiffeisen.pl

Analiza techniczna



źródło: Bloomberg

Mocne strony/szanse

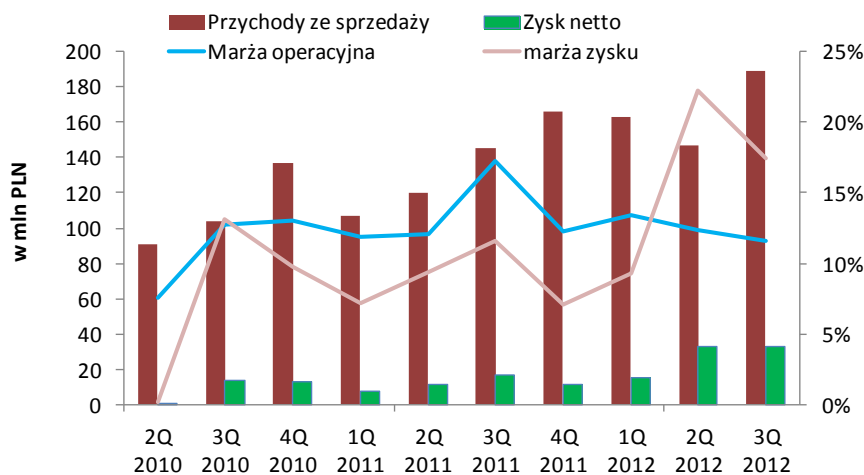
- Sektor AKPIA w związku z licznymi inwestycjami w sektorach: energetycznym, chemicznym i petrochemicznym, górnictwie naftowym i gazownictwie oraz w obszarach ochrony środowiska i gospodarki wodnej odporny jest na obserwowane obecnie spowolnienie gospodarcze.
- Apator jest liderem na rynku liczników w Polsce oraz Europie Środkowo-Wschodniej. Jego udział na rynku krajowym wynosi ok. 30-40%, zgodnie z szacunkami IMS Research udział Apatora w rynku światowym wynosi ok. 1%.
- Nowe technologie liczników inteligentnych, tzw „smart metering”: zgodnie z unijną dyrektywą, Polska ma do 2020 r. wymienić 80% liczników tradycyjnych na urządzenia „inteligentne” - tworzy dla Apatora duży rynek oraz szansę na rozwój. Wg różnych szacunków wartość takiego przedsięwzięcia to ok. 6-8 mld PLN.
- Rozwój eksportu: coraz szybszy rozwój w kierunku wschodnim (+39% r/r w 3Q) wobec spowolnienia eksportu do Europy Zachodniej (-7% r/r w 3Q).
- Przejęcia i ekspansja na nowe rynki: dzięki zakupowi Geogre Wilson Industries, Apator będzie mógł wejść i operować na największym rynku gazomierzy w Europie jakim jest Wielka Brytania.
- Budowa nowego zakładu w Pomorskiej Specjalnej Strefie Ekonomicznej (PSSE) pozwoli na osiągnięcie znacznych oszczędności (jak szacuje spółka do 7 mln PLN rocznie), ponadto zmniejszeniu ulegnie efektywna stopa podatkowa.
- Polityka dywidendowa: zakłada ona wypłatę 75% jednostkowego zysku netto. W tym roku została już wypłacona zaliczka na dywidendę w wysokości 0,5 PLN na akcję.
- Spółka regularnie publikuje, podwyższa (w tym roku 2 razy) oraz wypełnia prognozy finansowe.
- Bardzo dobra sytuacja finansowa i płynnościowa spółki (niskie zadłużenie, generowany silny cash flow z działalności operacyjnej).

Słabe strony/zagrożenia

- Rozwój rynku liczników inteligentnych może spowodować zwiększenie się konkurencji na lokalnym rynku, szczególnie ze strony światowych graczy.
- Wymiana liczników na inteligentne przez przedsiębiorstwa energetyczne z udziałem MSP odbywać będzie się w publicznych przetargach – istnieje więc ryzyko zaniżania cen przez konkurencję i przeciągających się procedur, ponadto kilka największych przetargów odpowiadać może za znaczącą część rynku.
- Apator jest eksporterem, niekorzystne dla spółki jest więc umacnianie się złotówki względem euro – spółka zabezpiecza tylko niewielką część swojej ekspozycji walutowej.
- Pomimo spowolnienia gospodarczego, ceny surowców (głównie miedzi i aluminium) wyrażone w dolarach nie zanotowały znaczących spadków.
- Zawyżenie tegorocznego wyniku poprzez zdarzenia jednorazowe (sprzedaż nieruchomości, przeniesienie produkcji do PSSE).

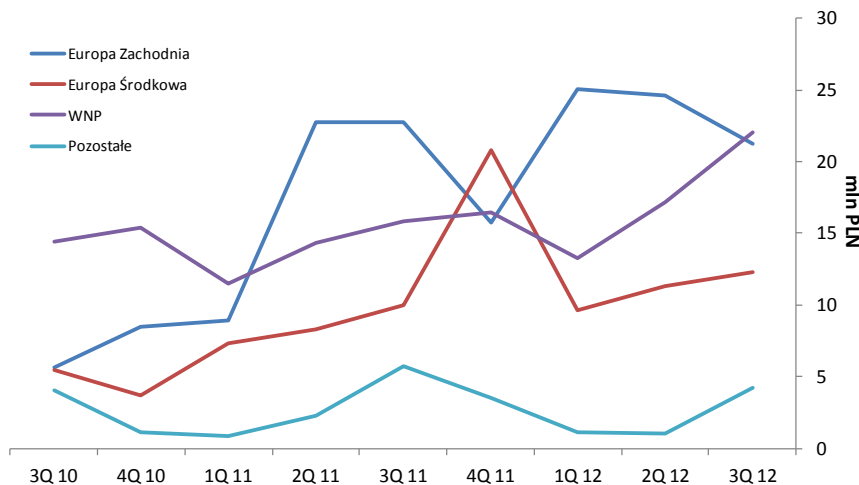
Kurs akcji Apatora przebywa od początku 2009 r. w trendzie wzrostowym (czerwona linia trendu). Po korekcie w sierpniu ubiegłego roku wzrosty jednak przyspieszyły (fioletowa linia trendu), co potwierdzone zostało przebicciem w czerwcu br. historycznego maksimum na 23,28 PLN. W ostatnim czasie kurs po wąskiej konsolidacji poniżej 30 PLN, przebił tę istotną barierę, co doprowadziło do wyznaczenia kolejnego maksimum na 32,69 PLN. Przed kolejną falą wzrostu, kurs może konsolidować się więc w okolicy 32 PLN.

Wyniki finansowe



Trend rosnących przychodów ze sprzedaży wspierany był w ostatnich kwartałach przez przejęcie spółki Newind, zajmującej się usługami informatycznymi. Dzięki temu w 3Q Apator zanotował silny wzrost pozostałej sprzedaży (+337,5% r/r), a udział tego segmentu w łącznej sprzedaży wyniósł 20,8%. Największym obszarem spółki jest sprzedaż aparatury pomiarowej (58,5% sprzedaży), a jej dynamika w 3Q wyniosła +13% r/r. Sprzedaż aparatury łącznikowej odpowiadała za 20,6% przychodów (+1,7% r/r). Wzrost znaczenia usług informatycznych w strukturze grupy spowodował natomiast spadek uzyskiwanej marży operacyjnej. Znaczny wzrost zysku netto wynikał natomiast ze sprzedaży nieruchomości oraz rozpoznania aktywa podatkowego (19,2 mln PLN po trzecim kwartale) z tytułu ulgi inwestycyjnej po budowie nowego zakładu w PSSE.

Struktura sprzedaży - rozwój eksportu



Analizując poszczególne segmenty geograficzne, po trzech kwartałach br. udział sprzedaży do Polski wynosi 64%, a eksport 36%. W ramach eksportu, po 3 kwartałach największy udział posiadał rynek Europy Zachodniej (39%), dalej były kraje WNP (29%) oraz kraje Europy Środkowej (18%). Widzimy jednak rosnący trend eksportu do krajów WNP i Europy Środkowej wobec spowolnienia w ostatnich kwartałach eksportu na zachód.

Analiza porównawcza

	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA		P/E	
		2012 P	2013 P	2012 P	2013 P
Dyskonto/Premia wobec sektora	-	30,4%	49,7%	13,0%	25,8%
Mediana	1 189,9	7,9	7,2	13,3	12,3
Apator SA	1 065,7	10,2	10,8	15,0	15,5
Elster Group	5 423,6	7,5	7,7	12,1	12,1
Itron Inc.	766,8	8,1	-	12,6	11,2
Lem Holding SA	180,8	8,0	7,2	13,4	12,5
Phoenix Mecano AG	1 189,9	5,6	5,4	15,5	12,8
Vaisala Oyj	6 862,1	10,0	8,6	17,3	14,0
NEDAP N.V.	1 457,3	5,8	5,7	13,1	11,0
Schaffner Holding AG	1 953,4	10,9	10,4	15,5	16,4
Aplisens SA	491,4	7,7	6,7	13,2	10,7

Źródło: Bloomberg

Zestawiając prognozowane dla Apatora wskaźniki EV/EBITDA oraz P/E dostrzegamy znacznie przewartościowanie na EV/EBITDA – na rok 2012 porównywalnych wynosi ono ponad 30%, na rok 2013 jest to już 49,7%. Nieco mniejsze przewartościowanie widzimy dla prognozowanej ceny do zysku – w tym roku jest to 13%, a w przyszłym już ponad 25%. Wzrost wartości obydwu wskaźników w przyszłym roku oznacza, iż rynek spodziewa się niewielkiego spadku osiągniętych wyników w 2013 r.

Cena bieżąca **13,75 PLN**

Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	14,18/7,05
Beta (vs WIG)	0,73
Liczba akcji (mln)	13,02
Kapitalizacja (mln PLN)	180,79
Free float (%)	30,36
Mediana obrotu za 6 miesięcy (tys PLN)	27,89

Akcjonariat (% głosów na WZA)

Porozumienie	41,56
w tym:	
Adam Żurawski	15,45
Janusz Szewczyk	12,59
Mirosław Karczmarczyk	8,75
Andrzej Kobiątko	4,77
Mirosław Dawidonis	14,59
Piotr Zubkow (zmarł 19.11.2012)	8,45
OFE PZU	5,00

Profil spółki

Aplisens to producent kompleksowych rozwiązań w zakresie przemysłowej aparatury kontrolno-pomiarowej i automatyki (w skrócie AKPiA). Spółka produkuje m.in. urządzenia pomiarowe ciśnienia oraz temperatury, a także świadczy usługi serwisowe oraz doradcze w segmencie AKPiA.

Analitik

Michał Krajczewski
+48 691 444 853
michal.krajczewski@raiffeisen.pl

Analiza techniczna



źródło: Bloomberg

Mocne strony/szanse

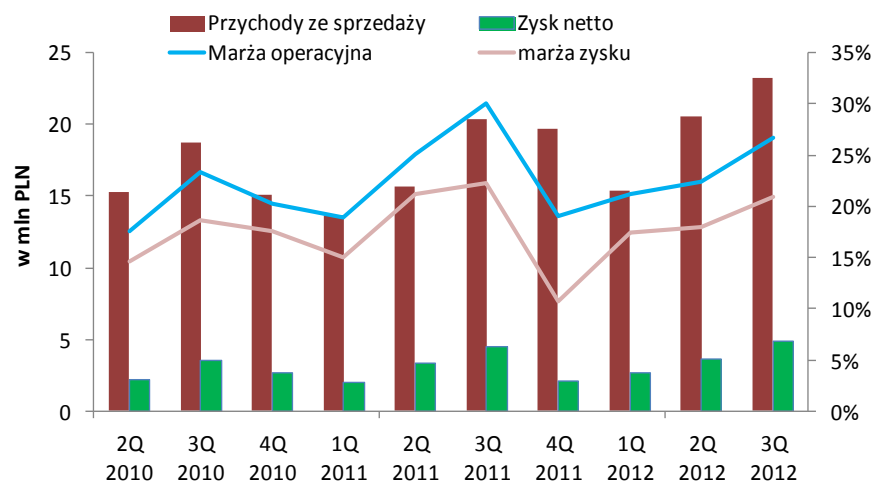
- Sektor AKPiA w związku z licznymi inwestycjami w sektorach: energetycznym, chemicznym i petrochemicznym, górnictwie naftowym i gazownictwie oraz w obszarach ochrony środowiska i gospodarki wodnej odporny jest na obserwowane obecnie spowolnienie gospodarcze.
- Rozwój eksportu w kierunku wschodnim: średnioroczny wzrost sprzedaży do krajów WNP w ciągu ostatnich dwóch laty wyniósł 42%. Obecnie z powodu pogorszenia się sytuacji gospodarczej w Europie Zachodniej spółka ocenia rynek wschodni jako najsilniejszy.
- Aplisens oczekuje wzrostu w najbliższych latach popytu na produkty w tempie ok. 15% r/r, największe przyrosty będą udziałem rynków eksportowych (kraje UE – ok. 30% r/r, a kraje WNP ok. 20% r/r).
- Spółka planuje także ekspansję na pozostałe rynki – są to m.in. Kazachstan, Wenezuela oraz Turcja gdzie ze względu na mniejszą konkurencję i posiadanie unijnych certyfikatów na produkowaną aparaturę Aplisens może notować dynamiczny rozwój.
- Budowa nowej fabryki w Radomiu za 80 mln PLN pozwoli na zwiększenie mocy produkcyjnych o ok. 100% i obniżenie jednostkowych kosztów produkcji. W 2013 r. ukończony ma być pierwszy etap tego projektu, a produkcja rozpocząć ma się w 2014 r., 80% produkcji kierowanej ma być na eksport. W nowej fabryce produkowane będą dopiero rozwijane produkty, projekt ten zwiększy także elastyczność sprzedaży spółki.
- W 2013 r. produkcja z obecnych zakładów wzrosnąć ma o 15%. Łącznie do 2017 r. Aplisens planuje zwiększyć moce produkcyjne o ok. 200% w porównaniu do stanu z końca 2010 r.
- Bardzo dobra sytuacja finansowa i płynnościowa spółki (niskie zadłużenie, generowany silny cash flow z działalności operacyjnej).

Słabe strony/zagrożenia

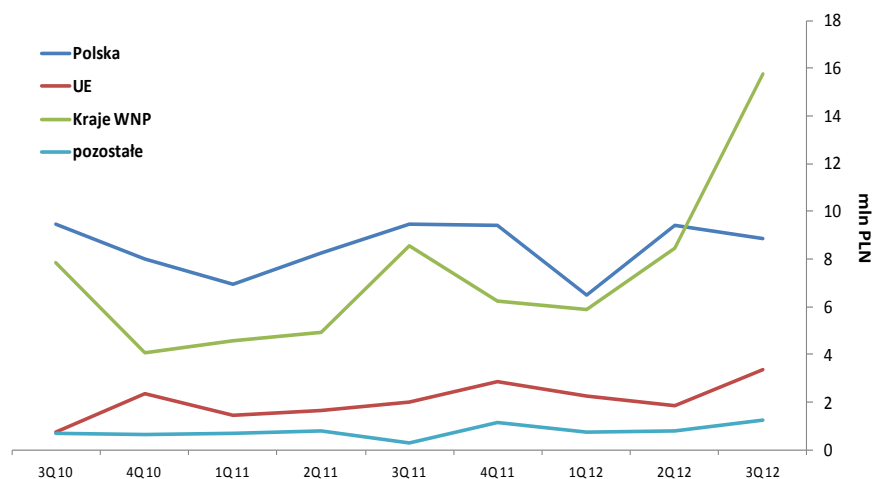
- W związku z wyczerpującymi się środkami unijnymi zmniejszony może być wzrost popytu krajowego, ponadto po zakończeniu większości inwestycji związanych z ochroną środowiska, sprzedaż Aplisensu koncentruje się na przemyśle transportowym, gdzie spółka osiąga niższe marże.
- Przejściowe kłopoty na niektórych rynkach zagranicznych – słaba sprzedaż na Ukrainie i w krajach Europy Południowej, możliwe czasowe ograniczenie działalności w przedstawicielstwie francuskim.
- Aplisens jest eksporterem, niekorzystne dla spółki jest więc umacnianie się złotówki względem euro.
- Pomimo spowolnienia gospodarczego, ceny surowców (głównie stali) wyrażone w euro pozostają na prawie niezmiennym poziomie.
- W związku z planowanymi inwestycjami zarząd nie będzie rekomendował wypłaty dywidendy za 2012 r.

Walory Aplisensu znajdują się w trendzie wzrostowym (czerwona linia trendu), rozpoczętym pod koniec 2011 r. Aprecjacja kursu przyspieszyła (niebieska linia przyspieszonego trendu) po przebicium w sierpniu br. dotychczasowego maksimum notowań na 11,19 PLN. Obecnie po silnych wzrostach z początku listopada kurs przeszedł do konsolidacji pomiędzy 13,30 a 14 PLN. Przebicie wsparcia na 13,30 PLN dać może sygnał do dłuższej korekty, pokonanie szczytu nad 14 PLN oznaczać będzie kontynuację obecnego trendu.

Wyniki finansowe



Struktura sprzedaży - rozwój eksportu



Aplisens zanotował w 3 kwartale historycznie wysoki poziom ze sprzedaży, podkreślić jednak należy, że trzeci kwartał jest dla spółki sezonowo najlepszym. Warto zwrócić także uwagę na relatywny (rok do roku) spadek osiągniętych marż – wiąże się to ze wzrostem sprzedaży eksportowej do krajów WNP, która generuje nieco niższą marżę niż sprzedaż krajowa. Spółka utrzymała także dług netto na ujemnym poziomie (nadwyżka gotówki nad zadłużeniem), w wysokości 23,1 mln PLN (w porównaniu do -24,4 mln PLN po 2 kwartale). Aplisens wygenerował także silny cash flow z działalności operacyjnej (7 mln PLN vs 4,6 mln PLN w 3 kwartale 2011 r.). W kontekście 4 kwartału 2012, spółka spodziewa się osiągnięcia sprzedaży na poziomie pomiędzy tym wypracowanym w drugim a trzecim kwartale br. (a więc pomiędzy 20,6 mln PLN a 23,3 mln PLN).

Analizując poszczególne segmenty geograficzne, po trzech kwartałach br. udział sprzedaży do Polski wynosi 41%, eksport do krajów WNP to ponad 42%, a rynek UE odpowiada za niecałe 11% obrotów. Równocześnie widzimy stabilny trend zwiększania udziału sprzedaży w kierunku wschodnim (+40% r/r po trzech kwartałach), która obecnie jest najdynamiczniej rozwijającym się rynkiem, wśród których operuje Aplisens. Dla porównania wzrost sprzedaży na rynku UE to niecałe 27% r/r, podczas plan zwiększenia sprzedaży na 2012 r. wynosi 30% r/r.

Analiza porównawcza

	Kapitalizacja (mln PLN)	EV/EBITDA		P/E	
		2012 P	2013 P	2012 P	2013 P
Dyskonto/Premia wobec sektora	-	-10,1%	-0,8%	-9,8%	-3,7%
Mediana	1 953,4	8,9	7,3	14,8	13,0
Aplisens	180,8	8,0	7,2	13,4	12,5
Honeywell International Inc.	149 955,9	8,0	7,3	13,7	12,5
Emerson Electric Co.	116 546,7	8,0	7,5	14,4	13,0
Spectris plc	11 876,5	10,7	10,2	14,8	14,0
Yokogawa Electric Corporation	9 135,2	8,9	7,1	16,9	13,9
Lem Holding SA	1 953,4	10,9	10,4	15,5	16,4
Vaisala Oyj	1 189,9	5,6	5,4	15,5	12,8
Apator SA	1 065,7	10,2	10,8	15,0	15,5
Gefran S.p.A.	153,0	9,2	5,0	9,0	10,0

Źródło: Bloomberg

Zestawiając prognozowane dla Aplisensa wskaźniki EV/EBITDA oraz P/E widzimy, iż spółka jest nieco niedowartościowana względem ceny do zysku – na rok 2012 dyskonto względem spółek porównywalnych wynosi prawie 10%, na rok 2013 jest to już tylko 3,7%. W bieżącym roku podobne dyskonto obserwujemy na wskaźniku EV/EBITDA – jest to to 10,1%, jednakże prognozy dotyczące przyszłego roku pokazują tylko 0,8% niedowartościowania wobec do mediana EV/EBITDA spółek porównywalnych.

Cena bieżąca **9,00 PLN**

Podstawowe dane

Max/min 52 tyg. (PLN)	9,11/4,26
Beta (vs WIG)	0,62
Liczba akcji (mln)	9,61
Kapitalizacja (mln PLN)	84,65
Free float (%)	46,62
Mediana obrotu za 6 miesięcy (tys PLN)	97,89

Akcjonariat (% głosów na WZA)

Adam Ambroziak	32,99
Altus TFI	8,94
Piotr Osiński	6,33
BPH TFI	5,12

Profil spółki

Relpol jest producentem wyspecjalizowanych przekaźników elektromagnetycznych, elektromechanicznych i elektronicznych oraz modułów elektrycznych. Spółka zajmuje się też produkcją i sprzedażą zabezpieczeń linii energetycznych średniego napięcia oraz projektowaniem, wytwarzaniem i instalowaniem systemów monitoringu promieniowania radioaktywnego.

Analitik

Michał Krajczewski
+48 691 444 853
michal.krajczewski@raiffeisen.pl

Mocne strony/szanse

- Relpol jest jednym z największych producentów przekaźników elektrycznych zarówno w Europie (3 miejsce), jak i na świecie (7 miejsce).
- Posiadając swoje fabryki w Polsce i na Ukrainie, Relpol jest znacznie elastyczniejszym i szybszym dostawcą dla odbiorców europejskich, niż spółki chińskie.
- Korzystne dla spółki jest osłabienie się pozycji chińskich producentów po kryzysie w 2008 i 2009 r. spowodowane przez wydłużenie terminów dostaw, wzrost kosztów pracy oraz lepszą technologię stosowaną w zakładach europejskich.
- Przeprowadzona w 2010 r. restrukturyzacja pozwoliła na poprawę osiągniętej rentowności poprzez m.in. rozwój technologiczny produktów, lepsze zarządzanie zapasami oraz sprzedażą, a także poszerzenie bazy odbiorców.
- Wzrost popytu na przekaźniki w związku ze zwiększaniem inwestycji w energetyce oraz popularyzacji odnawialnych źródeł energii.
- W stabilnym segmencie przekaźników przemysłowych spółka konkuruje poprzez rozwój nowych produktów, w silnie rosnącym segmencie przekaźników miniaturowych Relpol zwiększa swoją produkcję (np. wytwarzanie przekaźnika P4 ma być podwojone do 2014 r.)
- Długi okres życia produktów (szczególnie przekaźników przemysłowych) „związuje” klientów z Relpolem, zapewniając stabilną bazę odbiorców. Ponadto są to produkty trudne do zastąpienia ze względu na specyficzne parametry każdego typu przekaźników.
- Po poprawie wyników, od ubiegłego roku możliwy jest powrót spółki do systematycznego wypłacania dywidendy. W obecnym roku, wypłacone zostało 0,2 PLN na akcję (3,15% stopa dywidendy) – była to pierwsza dywidenda od 2006 r.

Słabe strony/zagrożenia

- Spółka zależna od koniunktury gospodarczej – obecne spowolnienie powoduje, że zarząd Relpolu obserwuje zatrzymanie dotychczasowej, wzrostowej tendencji zamówień na wyroby spółki.
- Możliwy spadek zapotrzebowania na przekaźniki ze strony przemysłu motoryzacyjnego oraz rynku AGD.
- Dużą rolę w popycie na produkty Relpolu odgrywa poziom nakładów na inwestycje rzeczowe.
- Niekorzystne dla spółki są wzrosty cen surowców takich jak miedź, srebro oraz złoto.
- Relpol jest eksporterem, niekorzystne dla spółki jest więc umacnianie się złotówki względem euro.

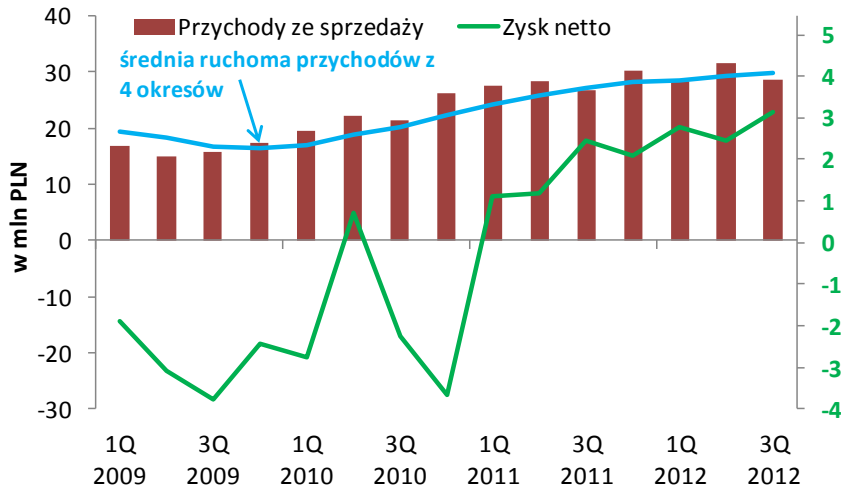
Analiza techniczna



źródło: Bloomberg

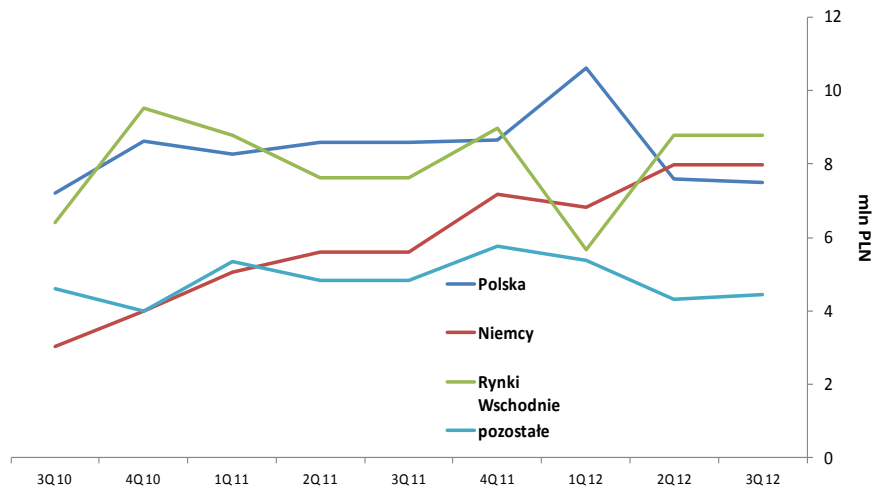
Kurs akcji Relpolu od połowy roku znajduje się w trendzie wzrostowym. Trend ten przyspieszył w czerwcu br., na skutek czego cena przebiła kilkuletnie maksimum notowań na 6,34 PLN. Obecnie po silnej zwyżce z połowy listopada, kurs konsoliduje się w obszarze poniżej 9,0 PLN. Wsparciem jest poprzednie, górne ograniczenie na poziomie 7,7 PLN – jego przebicie sygnalizować będzie silniejszą korektę w kierunku 6,34 PLN. Oporem jest obecne maksimum na 9,11 PLN – jego pokonanie będzie oznaką kontynuacji trendu wzrostowego.

Wyniki finansowe



Relpol odnotowuje regularny wzrost przychodów oraz osiągniętych rentowności, a co za tym idzie wypracowywanego zysku netto. Pewien spadek rentowności w 2 kwartale związany był z zawiązaniem rezerw związanych z restrukturyzacją zagranicznych spółek zależnych. Jednakże po 3 kwartałach br. spółka miała przychody większe o 7,5% r/r, a zysk netto zwiększył się o 21% r/r. Równocześnie wzrost efektywności znalazł obraz w zwiększeniu wskaźników ROA o 10 pkt. proc. oraz ROE o 14,6 pkt. proc. Ponadto spółka regularnie wypracowuje dodatni przepływ pieniężny z działalności operacyjnej. Sprawia to, że Relpol posiada bezpieczny poziom zadłużenia i nie ma problemów z jego obsługą. Na dobre wyniki w tym roku wpływają: stabilny kurs euro do złotówki, wzrost wolumenu sprzedaży i cen sprzedaży, przy ograniczaniu kosztów produkcji oraz zwiększaniu jej efektywności. Wspieraniem był także brak silnych wzrostów cen niektórych surowców (miedź, srebro, złoto) używanych przez spółkę.

Struktura sprzedaży - rozwój eksportu



Analizując poszczególne segmenty geograficzne, po trzech kwartałach br. udział sprzedaży do Polski wynosi niecałe 32%, eksport na rynki wschodnie to ponad 27%, a rynek niemiecki odpowiada za niecałe 24% obrotów. Równocześnie widzimy stabilny trend zwiększania udziału sprzedaży do Niemiec (+27% r/r po trzech kwartałach), przy stabilnym udziale rynku rodzimego oraz wschodniego.

Analiza porównawcza

	Kapitalizacja EV/EBITDA (mln PLN)	P/E			
		2012 P	2013 P	2012 P	2013 P
Dyskonto/Premia wobec sektora	-	-56,4%	-	-45,5%	-
Mediana	4 288,6	9,2	8,7	14,8	13,6
Relpol	84,7	4,0	-	8,1	-
Schneider Electric SA	124 509,8	9,7	9,1	14,3	13,3
Rockwell Automation Inc	35 635,5	9,2	8,3	14,8	13,2
Omron Corporation	17 018,3	6,4	5,4	15,7	12,7
Spectris Plc	11 876,5	10,7	10,2	14,8	14,0
Littelfuse Inc	4 288,6	8,6	7,8	15,3	14,1
Beijing Sifang Automation	2 754,7	14,6	11,4	18,2	14,0
Lem Holding SA	1 953,4	10,9	10,4	15,5	16,4
Leeno Industrial Onc	781,4	5,9	5,2	11,4	9,8

Źródło: Bloomberg

Zestawiając obecne wartości (przy braku rynkowych prognoz) wskaźników EV/EBITDA oraz P/E dla spółki, z prognozowanymi na koniec 2012 r. wartościami dla grupy spółek porównywalnych widzimy duże niedowartościowanie Relpola. Obecnie jest on notowany z 56% dyskontem pod względem EV/EBITDA oraz prawie 46% dyskontem na wskaźniku P/E. Równocześnie widzimy także, iż prognozowane na 2013 r. wskaźniki spółek porównywalnych są o 117% (EV/EBITDA) oraz o 68% (P/E) większe od obecnych wartości tych wskaźników dla Relpola.

Dom Maklerski Raiffeisen Bank Polska S.A.

ul. Piękna 20, 00-549 Warszawa,

tel.: **801 11 77 77**

www.r-brokers.pl

Zespół Analiz Ekonomicznych:

Sobiesław Kozłowski, MPW

email: sobieslaw.kozlowski@raiffeisen.pl

tel.: 22 585 2419

Michał Krajczewski

email: michal.krajczewski@raiffeisen.pl

tel.: 691 444 853

Zespół Obsługi Inwestorów Giełdowych:

tel.: (+48) 22 36 89 777

Jacek Szczepański - kierownik, MPW

tel. 22 368 9272

email: jacek.szczepanski1@raiffeisen.pl

Michał Kołata, MPW

tel. 22 368 9270

email: michal.kolata@raiffeisen.pl

Mariusz Nowak, MPW

tel. 22 368 9269

email: mariusz.nowak@raiffeisen.pl

Adam Czorniej, MPW

tel. 22 368 9267,

email: adam.czorniej@raiffeisen.pl

Paweł Kędzior

tel. 22 368 9268

email: pawel.kedzior@raiffeisen.pl

Łukasz Szewczyk, MPW

tel. 22 368 9271

email: lukasz.szewczyk@raiffeisen.pl

Wyjaśnienia dotyczące stosowanej terminologii fachowej i wskaźników:

Dług netto – suma zobowiązań oprocentowanych pomniejszona o środki pieniężne i ich ekwiwalenty

EBITDA – wynik działalności operacyjnej przed potrąceniem salda na działalności finansowej, opodatkowaniem i amortyzacją

EBIT – wynik na działalności operacyjnej

EV – (wartość przedsiębiorstwa; $EV = MC + \text{dług netto}$) suma kapitalizacji i długu netto

Marża brutto na sprzedaży – relacja zysku brutto na sprzedaży do przychodów ze sprzedaży

Marża EBITDA – (EBITDA/Przychody ze sprzedaży) relacja EBITDA do przychodów ze sprzedaży

Marża EBIT – (EBIT/Przychody ze sprzedaży) relacja wyniku z działalności operacyjnej do przychodów ze sprzedaży

ROS – (zysk netto/przychody ze sprzedaży) rentowność sprzedaży

ROA – (zysk netto/suma aktywów) rentowność aktywów

ROE – (zysk netto/kapitał własny) rentowność kapitału własnego

EBIT/EV – iloraz zysku z działalności operacyjnej i wartości przedsiębiorstwa (suma kapitalizacji i długu netto)

MC/EBIT – iloraz kapitalizacji (wartość rynkowa) oraz zysku z działalności operacyjnej

MC/S – iloraz kapitalizacji (wartość rynkowa) i przychodów ze sprzedaży

P/E – (cena/zysk) relacja kurs akcji do rocznego zysku netto przypadający na akcję

Dyskont/Premia – (wartość wskaźnika dla spółki – mediana dla porównywanych spółek)/ mediana dla porównywanych spółek

Klauzula Ograniczenia Odpowiedzialności:

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu Cywilnego. Ma ono charakter wyłącznie informacyjny. Nie jest próbą reklamy ani oferowania sprzedaży produktów Domu Maklerskiego Raiffeisen Bank Polska S.A (zwanego dalej Raiffeisen Brokers).

Wyrażane opinie są niezależnymi opiniami Raiffeisen Brokers. W opracowaniach wykorzystano źródła informacji publicznie dostępne, które Raiffeisen Brokers uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny.

Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym opracowaniu wyrażają opinie Raiffeisen Brokers w dniu jego wydania. Wykresy i diagramy przedstawione w niniejszym opracowaniu mają charakter wyłącznie ilustracyjny oraz nie są doradztwem inwestycyjnym ani prognozą.

Przy przygotowaniu niniejszego opracowania nie uwzględniano potrzeb lub sytuacji Klientów Raiffeisen Brokers.

Opracowanie nie ma charakteru porady inwestycyjnej lub rekomendacji i nie stanowi doradztwa inwestycyjnego.

Raiffeisen Brokers nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek działania lub decyzje podjęte przez Klientów w oparciu o treść niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku ww. decyzji inwestycyjnych. Ostateczna decyzja co do zawarcia transakcji należy wyłącznie do Klienta. Przed zawarciem każdej transakcji Klient powinien, nie opierając się na informacjach przekazanych przez Raiffeisen Brokers, określić jej ryzyko, potencjalne korzyści oraz straty z nią związane, jak również w szczególności charakterystykę, konsekwencje prawne, podatkowe i księgowo-transakcyjne, konsekwencje zmieniających się czynników rynkowych oraz w sposób niezależny ocenić, czy jest w stanie sam lub po konsultacjach ze swoimi doradcami podjąć takie ryzyko.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody Raiffeisen Brokers jest zabronione.

Jest prawdopodobne, iż Raiffeisen Brokers świadczył, świadczy lub będzie świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców lub innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Raiffeisen Brokers, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać akcje emitentów lub inne instrumenty finansowe powiązane z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Zakłada się, iż każdy kto otrzymuje niniejszy dokument wyraża zgodę na treść powyższych zastrzeżeń.

Raiffeisen Brokers działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego i pod jej nadzorem. Jest organizacyjnie wydzieloną jednostką organizacyjną działającą w strukturach Raiffeisen Bank Polska S.A. z siedzibą w Warszawie przy ul. Pięknej 20, 00-549 Warszawa, wpisana do Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000014540 przez Sąd Rejonowy dla miasta stołecznego Warszawy, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, o nr NIP: 526-020-58-71, o nr REGON: 010000854, o opłaconym kapitale zakładowym w wysokości PLN 2.207.461.050.